BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

# Rapport sur la politique monétaire
# Mise à jour

**Juillet 2008**

*Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 15 juillet 2008.*

## Vue d'ensemble

Trois grands facteurs influent sur l'économie canadienne : le ralentissement prolongé de l'économie américaine, les turbulences persistantes sur les marchés financiers mondiaux et la forte augmentation des cours de certains produits de base, notamment de l'énergie. Les deux premiers facteurs évoluent dans l'ensemble conformément aux attentes énoncées dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. Les prix de nombreux produits de base continuent toutefois de dépasser les prévisions antérieures, ce qui modifie les perspectives d'évolution de l'inflation dans le monde et au pays.

Même si l'expansion de l'économie mondiale ralentit, la croissance au premier semestre de l'année a été plus vigoureuse qu'escompté antérieurement. Elle est de plus en plus tributaire des économies émergentes. Cette évolution a favorisé une hausse de la demande de matières premières dans un contexte où la réaction de l'offre pour un grand nombre de ces produits a été modeste et les niveaux des stocks sont bas. Les augmentations de prix qui en sont résultées ont non seulement fait grimper l'inflation mondiale, mais aussi concouru à une amélioration continue des termes de l'échange du Canada et à un accroissement du revenu réel au pays.

L'économie canadienne a connu au premier trimestre de 2008 une expansion plus faible que prévu, qui tient en grande partie à une réduction marquée de l'accumulation des stocks. Néanmoins, la demande intérieure finale continue de croître à un bon rythme. La forte hausse des revenus due aux prix élevés des produits de base et à la vigueur de l'emploi ainsi que l'amélioration attendue des conditions financières devraient soutenir la montée de la demande intérieure tout au long de 2009 et en 2010. L'effet modérateur des exportations nettes s'atténue au cours de la période de projection, à mesure que l'économie américaine se redresse et que l'incidence de l'appréciation passée du dollar canadien se dissipe.

## Faits saillants

- Les cours des produits de base, notamment de l'énergie, ont fortement augmenté depuis avril.
- Le PIB canadien devrait croître de 1,0 % en 2008, de 2,3 % en 2009 et de 3,3 % en 2010.
- Sous l'effet de la hausse des cours de l'énergie, le taux d'augmentation de l'IPC global se hissera temporairement au-dessus de la cible et culminera au premier trimestre de 2009; toutefois, l'inflation mesurée par l'indice de référence restera bien contenue.
- Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait converger vers celui de l'indice de référence, à la cible de 2 %, au second semestre de 2009.
- D'importants risques pèsent sur le scénario de référence. Ils sont jugés équilibrés.
- La Banque estime que le niveau actuel du taux directeur demeure approprié.

www.banqueducanada.ca

On estime qu'une légère offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au second trimestre de 2008; l'offre excédentaire devrait augmenter durant le reste de l'année. La Banque s'attend à ce que le niveau élevé des termes de l'échange, le degré de détente monétaire et le redressement graduel de l'économie américaine poussent le taux de croissance au-dessus de celui de la production potentielle à partir du premier semestre de 2009 et favorisent ainsi le retour de l'économie à son plein potentiel vers le milieu de 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global sera nettement plus élevée au cours de la prochaine année que ce qui avait été projeté en avril. En supposant que les prix de l'énergie évoluent conformément aux cours actuels des contrats à terme, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait se hisser temporairement au-dessus de 4 % et culminer au premier trimestre de 2009. Les prix de l'énergie se stabilisant et les attentes d'inflation à moyen terme demeurant bien ancrées, on s'attend à ce que le taux d'augmentation de l'IPC global converge vers celui de l'indice de référence, à la cible de 2 %, au deuxième semestre de 2009.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester bien contenue et généralement conforme aux attentes antérieures, pour se chiffrer à près de 1,5 % en moyenne jusqu'à la fin du troisième trimestre de cette année et remonter à 2 % au second semestre de 2009.

Les trois grands facteurs qui influent sur l'économie canadienne font peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur le scénario de référence. À la lumière de ce que ceux-ci impliquent, la Banque considère que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont équilibrés.

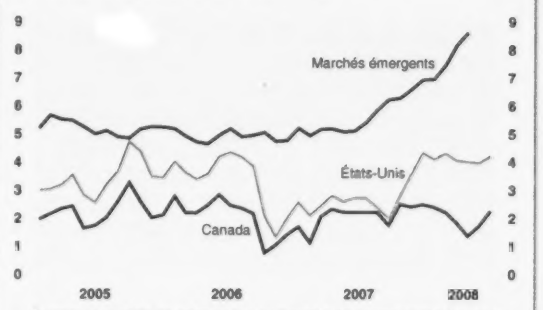
Dans ce contexte, la Banque a laissé son taux directeur inchangé, à 3 %, le 10 juin et le 15 juillet, et elle estime que le taux cible du financement à un jour demeure à un niveau approprié. Elle continuera de suivre de près l'évolution des risques, ainsi que celle de la conjoncture économique et financière au Canada et dans le monde, et de mener la politique monétaire de manière à atteindre la cible d'inflation à moyen terme.

## L'évolution économique récente

### *La conjoncture internationale*

Il semble que l'expansion de l'économie mondiale, même si elle a ralenti, ait été plus vigoureuse au premier semestre de 2008 que ce que l'on prévoyait en avril. L'inflation a enregistré une hausse notable à l'échelle du globe, sous l'effet de la flambée des prix de l'énergie et des aliments (Graphique 1).

**Graphique 1**
**Indice global des prix à la consommation**
Taux de variation en glissement annuel




Sources : Les données globales sur les marchés émergents sont tirées de la publication du FMI intitulée *Statistiques financières internationales*; les données sur les États-Unis et le Canada proviennent de sources nationales.

Le principal facteur à l'origine de l'envolée récente des prix mondiaux de l'énergie et des aliments semble être la forte croissance tendancielle enregistrée dans de nombreux pays à marché émergent et l'accroissement de leur demande de produits de base qui en a découlé. Des politiques monétaires laxistes ont alimenté la demande intérieure et encore accentué les tensions inflationnistes dans plusieurs économies émergentes d'Asie. L'augmentation limitée de l'offre mondiale de pétrole a aussi contribué à pousser les cours du brut à des niveaux records.

L'économie américaine a crû à un rythme modeste au premier semestre de 2008, du fait de nouvelles baisses importantes des investissements dans le secteur résidentiel et de l'atonie des dépenses des ménages en biens durables, en particulier les véhicules automobiles. Toutefois, la consommation a fait preuve d'une résilience légèrement supérieure aux attentes, grâce à l'arrivée plus tôt que prévu des chèques de remise d'impôt. De façon générale, l'effet combiné de la surabondance de logements, de la montée des prix de l'énergie, du recul de l'emploi et des perturbations persistantes sur les marchés financiers a pesé lourdement sur la demande intérieure aux États-Unis. Les exportations nettes sont demeurées le principal moteur de l'économie américaine.

Bien que la croissance du PIB en Europe et au Japon au premier trimestre de 2008 ait été

plus forte qu'anticipé sous l'effet de facteurs temporaires, de récentes données indiquent qu'elle a vraisemblablement été plus faible au deuxième trimestre, en raison des retombées de la baisse de régime aux États-Unis et de l'agitation continue des marchés financiers mondiaux.

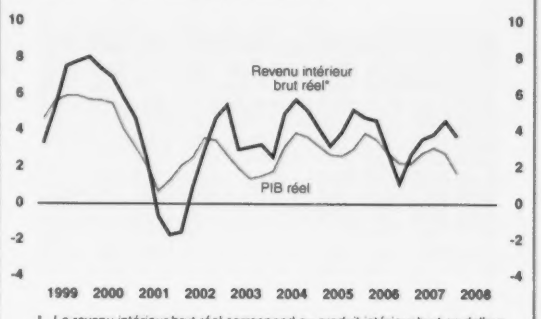
## *L'activité économique au Canada*

Au Canada, la croissance du PIB réel au premier trimestre a été plus faible qu'escompté, l'économie se repliant de 0,3 % en taux annualisé, alors que l'on prévoyait une progression de 1,0 % dans le *Rapport* d'avril[1]. En revanche, le revenu intérieur brut (RIB) réel a augmenté de 2,4 % en taux annualisé au premier trimestre, grâce à une nouvelle amélioration de 8,1 % (toujours en rythme annuel) des termes de l'échange du Canada[2]. Cette mesure du revenu réel est en hausse de presque 4 %, en glissement annuel, en raison du renchérissement considérable d'un grand nombre des matières premières que produit le Canada (Graphique 2). Les dépenses des ménages au pays ont néanmoins progressé en deçà des attentes au premier trimestre, et le recul des investissements en stocks a été beaucoup plus prononcé que prévu.

Les exportations nettes ont apporté une contribution positive inattendue à la croissance du PIB au premier trimestre, car le fléchissement des exportations a été largement neutralisé par une importante réduction des importations. Les dépenses en biens et services importés, qui avaient bondi au second semestre de 2007 dans la foulée de l'appréciation marquée du dollar canadien, se sont nettement repliées. La contraction des importations de marchandises était liée à la forte baisse des stocks. Les exportations ont reculé un troisième trimestre d'affilée à cause de la diminution des dépenses au chapitre du logement et des automobiles aux États-Unis ainsi que de l'incidence de l'appréciation passée du dollar canadien.

Les données disponibles pour le deuxième trimestre de 2008 indiquent que le taux de croissance annualisé du PIB réel s'est chiffré à quelque 0,8 %. La progression de la demande intérieure finale est vraisemblablement restée solide, mais les exportations nettes ont exercé un effet modérateur. Cependant, les investissements en stocks ne devraient pas avoir bridé la croissance aussi fortement qu'ils l'ont fait au premier trimestre.

**Graphique 2**
**Revenu intérieur brut réel et PIB réel**
Taux de variation en glissement annuel




* Le revenu intérieur brut réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

## *L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie*

La Banque estime qu'après trois trimestres consécutifs de croissance inférieure au niveau tendanciel, une offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au second trimestre de 2008. D'après la mesure de l'écart de production dont se sert habituellement la Banque, l'économie tourne actuellement à un rythme de quelque 0,2 % inférieur à son potentiel, bien que les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises fassent encore état de pressions s'exerçant sur la capacité de production, particulièrement dans l'Ouest du Canada (Graphique 3).

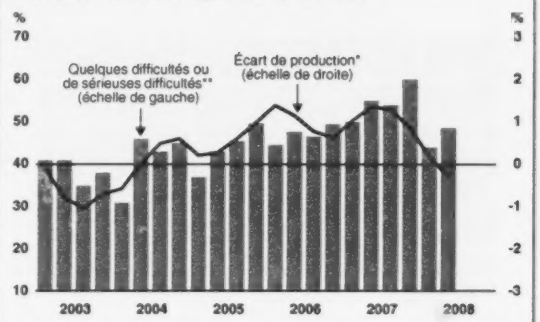
## *L'inflation et la cible de 2 %*

L'inflation mesurée par l'IPC global a été supérieure à ce que l'on prévoyait dans le *Rapport* d'avril, ce qui reflète l'incidence de la hausse des cours du pétrole brut sur les prix de l'essence et le niveau légèrement plus élevé de l'inflation mesurée par l'indice de référence. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global est passé de 1,4 % en mars à 2,2 % en mai (ou de 1,9 à 2,8 % si l'on fait abstraction de l'effet des modifications des impôts indirects).

1. Statistique Canada a légèrement révisé à la hausse le taux d'augmentation du PIB pour 2006 et 2007. Conjuguée à l'évolution négative imprévue de la croissance au premier trimestre de 2008, cette révision signifie que le niveau du PIB réel pour ce trimestre était d'environ 0,1 % inférieur à celui estimé antérieurement.

2. Le RIB réel correspond au PIB nominal corrigé en fonction d'un indice des prix des biens et des services achetés par les Canadiens plutôt que des prix des biens et des services produits au Canada. Cet agrégat diffère du PIB réel parce que les biens et les services achetés au pays ne sont pas identiques à ceux qui y sont produits et que les variations des termes de l'échange influent donc sur le pouvoir d'achat du revenu tiré de la production.

**Graphique 3**
**Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'enquête sur les perspectives des entreprises concernant les pressions sur la capacité de production**




* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le deuxième trimestre de 2008 se fonde sur une croissance prévue de la production de 0,8 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.
** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est chiffrée en moyenne à 1,5 % en avril et mai, contre un creux de 1,3 % en mars (Graphique 4). La pression à la baisse exercée sur les prix de certains biens (notamment des automobiles), attribuable à la hausse du dollar canadien jusqu'à la quasi-parité avec le dollar américain, a continué de tirer le taux d'augmentation de l'indice de référence vers le bas.

La Banque suit de près un certain nombre d'indicateurs relatifs aux attentes d'inflation. La mesure des attentes d'inflation à court terme issue de la dernière enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque a vivement augmenté : environ le tiers des firmes pensent que le taux d'accroissement de

**Graphique 4**
**Indice des prix à la consommation**
Taux de variation sur douze mois

* Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

l'IPC va dépasser 3 % au cours des deux prochaines années. Cependant, l'évolution de cette mesure est fortement influencée par les variations des prix de l'énergie et tend à s'inverser lorsque l'inflation mesurée par l'IPC global diminue par suite d'une stabilisation ou d'une baisse des prix de l'énergie. La moyenne des taux d'augmentation de l'IPC global projetés par les prévisionnistes du secteur privé pour 2009 demeure à 2 % et, selon les prévisions de Consensus Economics, les taux d'inflation à l'horizon de deux ans et plus restent également proches de 2 %. À en juger par l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel, les attentes d'inflation se seraient accrues au cours des derniers mois, bien qu'elles demeurent bien à l'intérieur de la plage des niveaux observés ces dernières années. En raison de facteurs techniques et de considérations liées à la liquidité, cet écart doit être interprété avec circonspection. Compte tenu de tous ces indicateurs, la Banque est d'avis que les attentes d'inflation à l'horizon visé pour la politique monétaire continuent d'être bien arrimées à la cible de 2 %.

## L'évolution financière

Les marchés financiers mondiaux sont encore agités. Les marchés obligataires et boursiers sont demeurés volatils depuis avril, et les écarts de taux sur les obligations de sociétés, notamment pour les institutions financières, se sont creusés. Aux États-Unis et en Europe, les écarts de taux sur les emprunts à court terme levés par les banques se maintiennent bien au-dessus des moyennes historiques. Parallèlement, l'émission d'obligations de sociétés a repris, et les institutions financières ont accompli des progrès en ce qui regarde la communication d'information relative aux expositions figurant à leurs bilans et le renforcement de leurs fonds propres. On s'attend néanmoins à ce que la réintermédiation en cours (c.-à-d. le rapatriement d'actifs aux bilans des banques) et la réduction du levier d'endettement au sein du système financier pèsent sur les marchés mondiaux du crédit pendant un certain temps encore.

### *Les conditions du crédit au Canada*

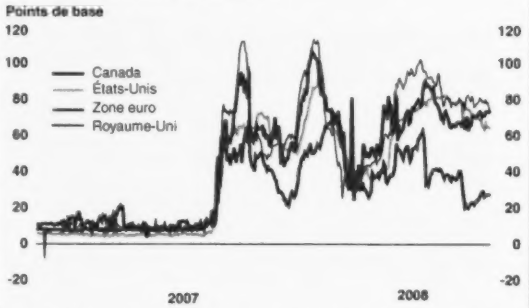
Même si les conditions du crédit au Canada demeurent difficiles, elles sont meilleures à bien des égards que celles observées sur d'autres grands marchés. Ainsi, les écarts entre les taux des emprunts à court terme et

le taux du financement à un jour attendu se sont nettement rétrécis ces derniers mois (Graphique 5). Étant donné cette amélioration des conditions, la Banque du Canada a été la première banque centrale des pays du G7 à cesser l'octroi de liquidités extraordinaires. Les écarts de taux d'emprunt effectifs moyens auxquels sont confrontés les banques, les entreprises non financières et les ménages ont augmenté d'environ 75 points de base par rapport au taux du financement à un jour depuis le début de la tourmente financière l'été dernier; cette hausse a toutefois été plus que compensée par la baisse cumulative de 150 points de base du taux cible du financement à un jour. Par conséquent, on estime que les coûts d'emprunt effectifs des banques, des entreprises et des ménages ont diminué de quelque 75 points de base depuis un an.

Le rythme de croissance des crédits aux entreprises a décéléré au cours des derniers trimestres (Graphique 6), ce qui tient au repli récent de l'activité économique et aux conditions généralement difficiles sur les marchés de crédit. Dans le cas du crédit intermédié, les banques ont durci les conditions de prêt non liées au prix durant la dernière année.

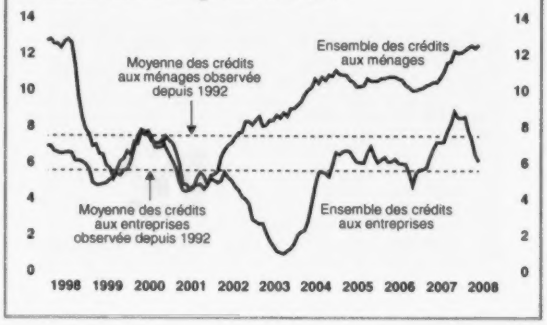
Par contre, la progression des crédits aux ménages demeure robuste, ce qui tient sans doute au dynamisme de l'emploi et à l'accroissement de la richesse et du revenu réel. Il semble que les banques aient répercuté intégralement l'augmentation de leurs coûts de financement sur les ménages, mais qu'elles n'aient pas resserré les conditions non liées au prix. La vigueur soutenue de la croissance des crédits aux ménages a néanmoins de quoi étonner, compte tenu de la modération de l'activité sur

**Graphique 5**
**Écarts entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux à un jour attendus***




* Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois (LIBOR dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada) et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour

**Graphique 6**
**Crédits aux entreprises et aux ménages**
Taux de variation en glissement annuel




le marché du logement et de la dégradation apparente de la confiance des consommateurs. L'expansion des crédits aux ménages devrait ralentir au cours des prochains mois.

### *Taux directeurs et taux d'intérêt*

À en juger par les prix des actifs, les marchés financiers s'attendent à ce que les taux directeurs restent inchangés ou augmentent un peu d'ici la fin de l'année dans toutes les grandes économies. Au Canada, les niveaux actuels des taux d'intérêt à court terme n'intègrent aucune variation du taux cible du financement à un jour avant la fin de l'année.

### *Le taux de change*

Le cours du dollar canadien, qui s'est maintenu à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97,5 à 101,5 cents É.-U. depuis avril, se situe présentement à peu près au même niveau qu'alors. Bien qu'un renchérissement des matières premières ait généralement pour effet de pousser le dollar canadien à la hausse, les préoccupations entourant les perspectives de l'économie américaine et la demande de biens et de services canadiens chez nos voisins du sud semblent avoir pesé sur la valeur de notre monnaie.

## Les perspectives économiques

La Banque fonde sa projection sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 98 cents É.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un repli de quelque 15 % des prix des produits de base non énergétiques durant la période de projection; le maintien de conditions de crédit restrictives à l'échelle mondiale jusqu'à la fin de 2008, suivi d'un relâchement graduel en 2009; et une résorption ordonnée

des déséquilibres mondiaux. La Banque suppose également des taux de croissance de la production potentielle au Canada identiques à ceux avancés dans le *Rapport* d'avril (soit 2,8 % au second semestre de 2008, 2,7 % en 2009 et 2,6 % en 2010).

## *Les perspectives mondiales*

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'activité économique à l'échelle du globe ralentira au deuxième semestre de 2008 et en 2009, en raison de la faiblesse de l'économie américaine, des turbulences persistantes sur les marchés financiers, du vif renchérissement des produits de base et du resserrement de la politique monétaire opéré dans certaines économies d'outre-mer. Les taux d'inflation trop élevés dans les pays à marché émergent devraient amener les autorités monétaires à relever leurs taux directeurs et leurs exigences en matière de réserve et entraîner une appréciation des taux de change réels; ce durcissement des conditions monétaires devrait freiner la croissance de ces pays (Tableau 1).

**Tableau 1**
**Projection relative à la croissance mondiale**

| | Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage) | Croissance projetée[b] (en pourcentage) | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Projection | | |
| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| États-Unis | 22 | 2,2 *(2,2)* | 1,6 *(1,0)* | 1,5 *(1,7)* | 3,3 *(3,4)* |
| Union européenne | 20 | 2,7 *(2,7)* | 1,7 *(1,3)* | 1,5 *(1,6)* | 2,3 *(2,2)* |
| Japon | 7 | 2,0 *(2,0)* | 1,7 *(1,4)* | 1,5 *(1,6)* | 1,7 *(1,8)* |
| Chine et ENI[c] d'Asie | 14 | 10,2 *(10,2)* | 8,9 *(8,4)* | 7,6 *(7,2)* | 7,4 *(7,3)* |
| Autres pays | 37 | 6,3 *(6,3)* | 5,4 *(5,2)* | 4,6 *(4,6)* | 5,5 *(5,5)* |
| Ensemble du monde | 100 | 4,9 *(4,9)* | 4,1 *(3,7)* | 3,4 *(3,5)* | 4,4 *(4,4)* |

a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour* des *Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008
b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la livraison d'avril 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.
Source : Banque du Canada

Les perspectives d'évolution de l'économie américaine sont analogues à celles dont faisait état le *Rapport* d'avril. Cependant, les taux de croissance annuels pour 2008 et 2009 ont changé vu le point de départ plus élevé au premier semestre de 2008 et une expansion moindre pendant le reste de l'année. La vitalité de l'économie américaine au premier semestre s'explique par le coup de fouet donné aux ventes au détail par l'entrée en vigueur rapide des mesures provisoires de relance budgétaire. Par la suite, la persistance des turbulences sur les marchés financiers, la correction toujours en cours sur le marché du logement et les prix beaucoup plus élevés de l'énergie font décroître la consommation et les investissements. Les achats de biens durables, en particulier ceux d'automobiles, seraient les plus durement touchés. La croissance de l'économie américaine amorce une reprise en 2009 sous l'impulsion des exportations nettes et du raffermissement de la demande intérieure, à mesure que les conditions du crédit s'améliorent, que le marché du logement se stabilise et que l'effet de l'assouplissement antérieur de la politique monétaire se renforce. On prévoit maintenant que le PIB américain augmentera en moyenne à un rythme de 1,6 % en 2008, de 1,5 % en 2009 et de 3,3 % en 2010. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait avoisiner 2 % tout au long de la période de projection.

## *Les perspectives au Canada*

Compte tenu de cette conjoncture mondiale et avec l'arrivée à terme du processus d'ajustement des stocks, le taux d'accroissement du PIB réel au Canada devrait remonter au deuxième semestre de 2008 et dépasser 3,0 % entre le milieu de 2009 et la fin de 2010. En moyenne annuelle, la croissance devrait donc être légèrement inférieure cette année au chiffre avancé dans le *Rapport* d'avril à cause de la faiblesse affichée pendant le premier trimestre, mais les taux d'expansion projetés pour 2009 et 2010 restent essentiellement inchangés (Tableau 2).

La demande intérieure finale devrait être le principal moteur de l'activité au pays durant la période considérée. L'augmentation des cours mondiaux des produits de base observée dernièrement devrait entraîner une hausse des salaires, des revenus des administrations publiques, des bénéfices des sociétés et de la valeur des actions ainsi que de la croissance des investissements, surtout dans le secteur énergétique. Les exportations nettes freinent

**Tableau 2**
**Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel[a]**
En points de pourcentage

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|
| Consommation | 2,5 *(2,6)* | 2,1 *(2,5)* | 2,3 *(2,3)* | 2,4 *(2,3)* |
| Logement | 0,2 *(0,2)* | -0,1 *(0,1)* | -0,1 *(-0,1)* | -0,1 *(-0,1)* |
| Administrations publiques | 0,9 *(0,8)* | 0,9 *(0,9)* | 0,7 *(0,6)* | 0,6 *(0,6)* |
| Investissements fixes des entreprises | 0,5 *(0,6)* | 0,5 *(0,4)* | 0,5 *(0,4)* | 0,5 *(0,4)* |
| **Total partiel : demande intérieure finale** | 4,1 *(4,2)* | 3,4 *(3,9)* | 3,4 *(3,2)* | 3,4 *(3,2)* |
| Exportations | 0,4 *(0,4)* | -1,1 *(-1,3)* | 0 *(0,1)* | 1,2 *(1,2)* |
| Importations | -1,8 *(-1,9)* | -0,8 *(-1,1)* | -1,1 *(-0,9)* | -1,3 *(-1,1)* |
| **Total partiel : exportations nettes** | -1,4 *(-1,5)* | -1,9 *(-2,4)* | -1,1 *(-0,8)* | -0,1 *(0,1)* |
| Stocks | 0 *(0)* | -0,5 *(-0,1)* | 0 *(0)* | 0 *(0)* |
| **PIB réel** | 2,7 *(2,7)* | 1,0 *(1,4)* | 2,3 *(2,4)* | 3,3 *(3,3)* |
| **Pour mémoire : RIB réel[b]** | 3,7 | 4,0 | 4,4 | 3,3 |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Le revenu intérieur brut (RIB) réel correspond au produit intérieur brut en dollars courants corrigé en fonction de l'indice des prix de la demande intérieure finale.

considérablement l'expansion jusqu'à la fin de 2008, mais cet effet s'atténue en 2009 et en 2010 par suite du redressement progressif de l'économie américaine.

Ce profil de croissance suppose que l'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne augmente jusqu'à la fin de 2008, puis qu'elle se dissipe peu à peu à la faveur de l'accélération de la demande globale. L'équilibre se rétablit par conséquent dans l'économie vers le milieu de 2010.

D'ici la fin de 2008, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer nettement au-dessus du niveau que la Banque entrevoyait dans le *Rapport* d'avril, principalement à cause de la forte hausse des cours du pétrole brut (Tableau 3). En supposant que ceux-ci se stabilisent à peu près aux niveaux actuels, et comme l'inflation mesurée par l'indice de référence est bien contenue et que les attentes d'inflation sont solidement ancrées, le taux de variation sur douze mois de l'IPC global devrait converger vers celui de l'indice de référence, au taux cible de 2 %, au deuxième semestre de 2009.

La Banque prévoit que le taux d'accroissement de l'indice de référence se maintiendra

**Tableau 3**
**Résumé des projections selon le scénario de référence[a]**

| | 2008 | | | | 2009 | | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1er trim. | 2e trim. | 3e trim. | 4e trim. | 1er sem. | 2e sem. | |
| PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)[b] | **-0,3** *(1,0)* | **0,8** *(0,3)* | **1,3** *(1,6)* | **1,8** *(2,0)* | **2,8** *(2,7)* | **3,2** *(3,3)* | **3,4** *(3,4)* |
| PIB réel (taux de variation en glissement annuel) | **1,7** *(2,1)* | **0,9** *(1,3)* | **0,6** *(0,9)* | **0,9** *(1,2)* | **1,9** *(1,9)* | **2,8** *(2,8)* | **3,3** *(3,3)* |
| Indice de référence (taux de variation en glissement annuel) | **1,4** *(1,4)* | **1,5** *(1,3)* | **1,5** *(1,3)* | **1,8** *(1,7)* | **1,9** *(1,7)* | **2,0** *(1,8)* | **2,0** *(2,0)* |
| IPC global (taux de variation en glissement annuel) | **1,8** *(1,8)* | **2,2** *(1,7)* | **3,8** *(1,9)* | **4,1** *(1,9)* | **3,6**[c] *(1,8)* | **2,0** *(1,8)* | **2,0** *(2,0)* |
| IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel) | **2,4** *(2,4)* | **2,8** *(2,2)* | **4,4** *(2,4)* | **4,7** *(2,4)* | **3,6** *(1,8)* | **2,0** *(1,8)* | **2,0** *(2,0)* |
| WTI[d] (niveau) | **98** *(98)* | **124** *(111)* | **141** *(110)* | **142** *(108)* | **143** *(106)* | **142** *(104)* | **141** *(102)* |

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. Au premier semestre de 2009, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir à 4,3 % durant le premier trimestre et à 2,9 % pendant le deuxième.
d. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 11 juillet 2008.

aux alentours de 1,5 % jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2008. Il devrait grimper à 1,8 % au quatrième trimestre, lorsque les ajustements apportés précédemment au niveau des prix des véhicules automobiles commenceront à ne plus influer sur le calcul du taux en glissement annuel. On s'attend à ce que l'offre excédentaire contienne l'inflation mesurée par l'indice de référence en deçà de 2,0 % jusqu'à la fin du premier semestre de 2009, la décélération des prix des logements compensant largement l'accélération attendue des prix des aliments. Sous l'effet combiné de la diminution de l'offre excédentaire et de légères pressions à la hausse attribuables à la montée des coûts de main-d'œuvre et des prix de l'énergie, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait atteindre 2,0 % au deuxième semestre de 2009 puis rester à ce niveau à l'horizon projeté.

Selon ce scénario de référence, le dynamisme de la demande intérieure résultant de l'amélioration des termes de l'échange, le retour à la normale des conditions du crédit en 2009 ainsi que la reprise graduelle aux États-Unis ramènent l'économie canadienne à son plein potentiel vers le milieu de 2010.

### *Les risques pesant sur les perspectives*

Les trois grands facteurs qui influent sur l'économie canadienne font planer des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, sur le scénario de référence de la Banque.

Du côté des risques à la hausse, la demande intérieure pourrait être supérieure aux prévisions étant donné la bonne tenue des termes de l'échange du Canada et l'essor des crédits aux ménages. De plus, le taux d'accroissement de la production potentielle pourrait être inférieur aux hypothèses, vu la faiblesse continue de la croissance de la productivité du travail associée, en partie, à la réaffectation des ressources entre les secteurs. Les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale pourraient aussi entraîner une hausse plus prononcée que prévu des coûts des importations pour le Canada.

Pour ce qui est des risques à la baisse, les cours des produits de base pourraient être plus faibles qu'escompté. La croissance aux États-Unis pourrait également être inférieure aux prévisions, particulièrement dans les secteurs dont le niveau d'activité influe le plus sur les exportations canadiennes. De même, la persistance des tensions au sein des marchés financiers internationaux pourrait avoir une incidence plus lourde qu'anticipé sur la croissance de l'économie mondiale et sur le coût et la disponibilité du crédit au Canada.

Tout compte fait, la Banque considère que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont équilibrés.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.
Téléphone : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.

ISSN 1495-947X

BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

# Monetary Policy Report Update

**July 2008**

*This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 15 July 2008.*

## Overview

Three major developments are affecting the Canadian economy: the protracted weakness in the U.S. economy; ongoing turbulence in global financial markets; and sharp increases in the prices of certain commodities—particularly energy. The first two developments are evolving roughly in line with expectations outlined in the April *Monetary Policy Report*. However, many commodity prices continue to outstrip earlier expectations, and this has altered the outlook for global and domestic inflation.

Although global economic growth is slowing, the momentum in the first half of the year has been stronger than earlier expected. Growth is becoming increasingly weighted towards emerging-market economies. This has contributed to rising demand for commodities in an environment where the supply response for many commodities has been muted and inventories are low. The resulting price increases have led not only to higher global inflation but also to continued improvements in Canada's terms of trade and increases in real national income.

Economic growth in Canada in the first quarter of 2008 was weaker than expected, mainly reflecting a sharp decline in inventory accumulation. However, final domestic demand continues to expand at a solid pace. Strong income gains from high commodity prices and high levels of employment, as well as an expected improvement in financial conditions, should support the growth of domestic demand through 2009 and 2010. The drag from net exports diminishes over the projection horizon as the U.S. economy recovers and the effects of the past appreciation of the Canadian dollar dissipate.

The Canadian economy is judged to have moved into slight excess supply in the second quarter of 2008; excess supply is expected to increase through the balance of the year. High terms of trade, accommodative monetary policy, and a gradual recovery in

## Highlights

- Commodity prices have moved sharply higher since April, particularly energy prices.
- Canadian GDP is projected to grow by 1.0 per cent in 2008, 2.3 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010.
- Higher energy prices will push total CPI inflation temporarily above target, peaking in the first quarter of 2009, but core inflation will remain well contained.
- Total CPI inflation is projected to converge to the core rate of inflation at the 2 per cent target in the second half of 2009.
- There are significant risks to the base-case projection. These are viewed to be balanced.
- The Bank judges that the current level of the policy rate remains appropriate.

www.bankofcanada.ca

the U.S. economy are expected to generate above-potential economic growth starting in the first half of 2009, bringing the economy back to full capacity around mid-2010.

Total CPI inflation over the next year is expected to be much higher than projected at the time of the April *Report*. Assuming energy prices follow current futures prices, total CPI inflation is projected to rise temporarily above 4 per cent, peaking in the first quarter of 2009. As energy prices stabilize and with medium-term inflation expectations remaining well anchored, total inflation is then projected to converge to the core rate of inflation at the 2 per cent target in the second half of 2009.

Core inflation is projected to remain well contained and broadly in line with earlier expectations, averaging close to 1.5 per cent through the third quarter of this year and rising to 2 per cent in the second half of 2009.

The three major developments affecting the Canadian economy pose significant upside and downside risks to the base-case projection. Weighing the implications of these developments, the Bank views the risks to its base-case projection for inflation as balanced.

Against this backdrop, the Bank of Canada kept its key policy rate unchanged at 3 per cent on 10 June and on 15 July, and judges that the current level of the target for the overnight rate remains appropriate. The Bank will continue to monitor carefully the evolution of risks, together with economic and financial developments in the Canadian and global economies, and set monetary policy consistent with achieving the inflation target over the medium term.

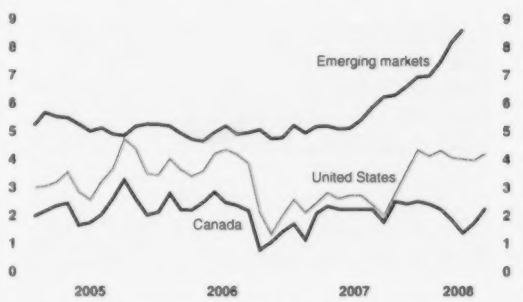
## Recent Economic Developments

### *Global Developments*

Global economic growth, while slowing, appears to have been stronger in the first half of 2008 than expected at the time of the April *Report*. Global inflation has risen significantly, reflecting sharp increases in energy and food prices (Chart 1).

**Chart 1 Total Consumer Price Index**

Year-over-year percentage change




Sources: IMF *International Financial Statistics* for the emerging-markets aggregate; national sources for the United States and Canada

The main factor behind the recent surge in world energy and food prices appears to be the strong trend growth in many emerging-market economies and the resulting rise in their demand for commodities. Overly accommodative monetary policies have fed domestic demand and further exacerbated inflationary pressures in several emerging Asian economies. Limited growth in world oil supplies has also been a factor in pushing crude oil prices to record levels.

The U.S. economy grew at a modest pace in the first half of 2008, owing to further sharp declines in residential investment and weak household spending on durable goods, especially automobiles. However, consumption was somewhat more resilient than expected, supported by the early arrival of fiscal rebate cheques. Overall, the combined effect of a large overhang in the supply of housing, rising energy prices, declining employment, and continuing disruptions in financial markets has weighed heavily on U.S. domestic demand. Net exports remained the main source of strength in the U.S. economy.

While GDP growth in both Europe and Japan was stronger than anticipated in the first quarter of 2008, reflecting temporary factors, recent data indicate that growth in the second quarter will likely be weaker owing to spillover effects from the U.S. slowdown and ongoing unsettled conditions in global financial markets.

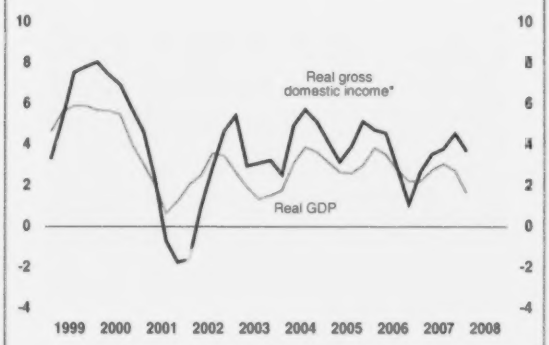
2008-05635/

### *Canadian Economic Activity*

In Canada, real GDP growth was weaker than expected in the first quarter, with the economy contracting at an annual rate of 0.3 per cent, compared with the 1.0 per cent growth that had been projected in the April *Report*.[1] In contrast, real gross domestic income (GDI) increased at an annual rate of 2.4 per cent in the quarter, owing to a further 8.1 per cent (at an annual rate) improvement in Canada's terms of trade.[2] On a year-over-year basis, this real income measure is up nearly 4 per cent as a result of the significant rise in the prices of many commodities that Canada produces (Chart 2). The growth of household spending in Canada, nevertheless, fell short of expectations in the first quarter, and the decrease in inventory investment was considerably larger than expected.

**Chart 2 Real Gross Domestic Income and Real GDP**

Year-over-year percentage change




* Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

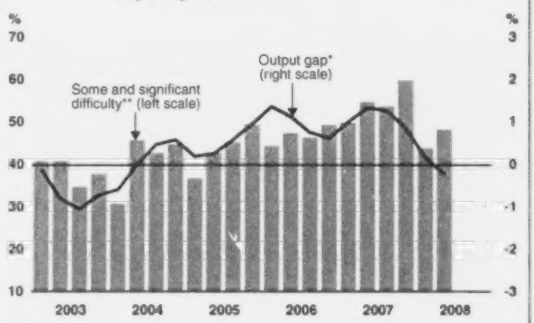
Net exports made a surprising positive contribution to GDP growth in the first quarter, as the decline in exports was more than offset by a significant contraction in imports. Spending on imported goods and services, which had surged in the last half of 2007, in line with the sharp appreciation of the Canadian dollar, fell back significantly. The contraction in merchandise imports was related to the large negative inventory swing. Exports decreased for a third consecutive quarter as a result of declining U.S. spending on housing and automobiles, and the effects of the past appreciation of the Canadian dollar.

Available data for the second quarter of 2008 suggest that annualized real GDP growth was about 0.8 per cent. The growth of final domestic demand likely remained solid, while net exports exerted a dampening effect. However, inventory investment is not expected to have been the major drag on growth that it was in the first quarter.

### *Estimated Pressures on Capacity*

After three quarters of below-trend growth, the Canadian economy is judged to have moved into excess supply in the second quarter of 2008. The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy is currently operating about 0.2 per cent below its production potential, although respondents to the *Business Outlook Survey* still reported some pressures on capacity, particularly in Western Canada (Chart 3).

**Chart 3 Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures**




* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the second quarter of 2008 is based on a projected rise in output of 0.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

1. Statistics Canada revised GDP growth up slightly for 2006 and 2007. Combined with the negative surprise to growth in the first quarter of 2008, this change implied that the level of real GDP in that quarter was about 0.1 per cent lower than previously projected.

2. Real GDI is nominal GDP deflated by an index of the prices of goods and services purchased by Canadians rather than the prices of goods and services produced by Canadians. It differs from real GDP because the goods and services purchased by Canadians differ from the goods and services produced domestically, and changes in the terms of trade thereby affect the purchasing power of the income generated in production.

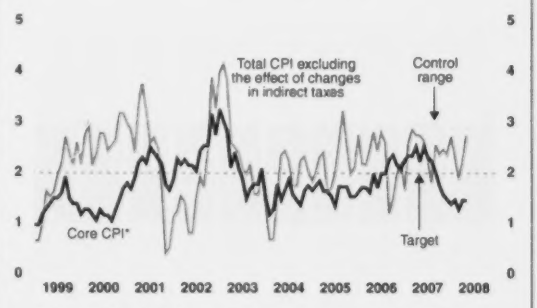
### *Inflation and the 2 Per Cent Target*

Total CPI inflation has been higher than expected in the April *Report*, reflecting the impact of higher prices for crude oil on gasoline prices, as well as a marginally higher core rate of inflation. The 12-month rate of increase in the total CPI rose from 1.4 per cent in March to 2.2 per cent in May (or from 1.9 to 2.8 per cent, respectively, if the effect of changes in indirect taxes is excluded).

The core rate of inflation averaged 1.5 per cent in April and May, up from a low of 1.3 per cent in March (Chart 4). The downward pressure exerted on certain goods prices (especially automobile prices), as a result of the rise in the Canadian dollar to near parity with the U.S. dollar, continued to hold the core rate down.

**Chart 4 Consumer Price Index**

Year-over-year percentage change




* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

The Bank closely monitors a number of indicators of inflation expectations. The measure of near-term inflation expectations reported in the Bank's latest *Business Outlook Survey* increased sharply, with about one-third of firms expecting CPI inflation to be above 3 per cent over the next two years. However, this measure is highly influenced by swings in energy prices and tends to reverse as total CPI inflation falls in response to stabilizing or declining energy prices. The mean private sector forecast for total CPI inflation in 2009 remains at 2 per cent, and Consensus Economics' forecasts of inflation for two years and beyond have also stayed close to 2 per cent. Inflation expectations, as measured by the spread between 30-year conventional and Real Return bonds, have increased in recent months, although they remain well within the range experienced over the past several years. Liquidity and technical factors suggest that this measure should be interpreted with caution. Considering all measures, the Bank judges that expectations of inflation over the policy horizon remain well anchored to the 2 per cent inflation target.

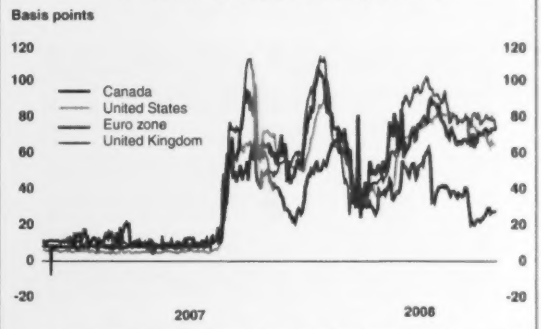
## Financial Developments

Conditions in global financial markets continue to be unsettled. Volatility in bond and equity markets has remained high since the April *Report*, and credit spreads on corporate debt, particularly for financial institutions, have widened. In the United States and Europe, spreads on short-term bank funding remain well above historical averages. At the same time, the issuance of corporate debt has improved, and financial institutions have made progress with regard to disclosing their balance sheet exposures and strengthening their capital positions. Nonetheless, the ongoing reintermediation of assets onto bank balance sheets and the deleveraging of the financial system are expected to weigh on global credit markets for some time.

### *Canadian Credit Conditions*

Although credit conditions in Canada remain challenging, they are better in many respects than those in other major markets. For example, short-term credit spreads, as measured by the spread between short-term lending rates and the expected overnight rate, have narrowed significantly in recent months (Chart 5). Reflecting these improved conditions, the Bank of Canada was the first G-7 central bank to withdraw the provision of extraordinary liquidity. While the average effective borrowing spreads faced by banks, nonfinancial businesses, and households have increased by about 75 basis points vis-à-vis the overnight rate since the onset of turbulence in financial markets last summer, this increase has been more than offset by the cumulative

**Chart 5 Spreads between 3-Month Interbank Offered Rates and Expected Overnight Rates***




* The difference between 3-month interbank offered rates and their respective overnight index swaps: for the United States and United Kingdom, LIBOR; for the euro zone, EURIBOR; and for Canada, CDOR.

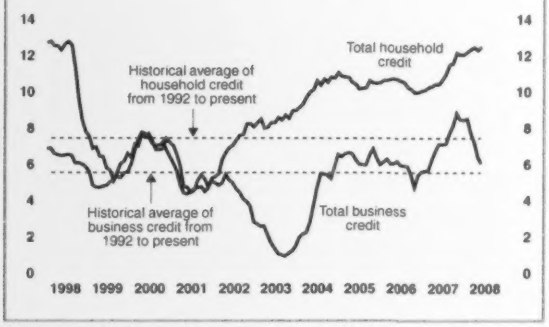
150-basis-point reduction in the target overnight rate. As a result, the effective borrowing costs faced by banks, businesses, and households are estimated to have fallen by about 75 basis points over the past year.

Growth in business credit has slowed in recent quarters (Chart 6), reflecting the recent contraction in economic activity and generally challenging credit market conditions. Non-price-related terms and conditions for bank intermediated credit have tightened over the past year.

In contrast, growth in household credit remains robust. This likely reflects high employment and increases in wealth and real income. While banks appear to have fully passed on their increased borrowing costs to households, they do not appear to have tightened non-price conditions. Nonetheless, the continued strength in household credit growth is somewhat surprising, given the moderation of activity in the housing market and the reported decline in consumer confidence. The growth of household credit is expected to moderate in the coming months.

**Chart 6 Business and Household Credit**

Year-over-year percentage change




### *Policy and Interest Rates*

Financial market expectations, as reflected in asset prices, suggest that policy rates in all the major economies will remain unchanged or increase modestly by year-end. For Canada, current levels of short-term interest rates incorporate no change in the target overnight rate by year-end.

### *Exchange Rate*

The Canadian dollar remains at about the same level as at the time of the April *Report*, having traded in a range of roughly 97.5 to 101.5 cents U.S. While stronger commodity prices are generally supportive of the Canadian dollar, concerns about the outlook for the U.S. economy and U.S. demand for Canadian goods and services appear to have weighed on the currency.

## The Economic Outlook

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 98 cents U.S.; energy prices evolving in line with current futures prices; prices for non-energy commodities decreasing by about 15 per cent over the projection horizon; tight global credit conditions persisting through 2008, before gradually improving in 2009; and an orderly resolution of global imbalances. Potential output growth in Canada is also assumed to be the same as in the April *Report* (that is, 2.8 per cent in the second half of 2008 and declining by 0.1 percentage point per year in 2009 and 2010).

## *The Global Outlook*

In the base-case projection, global economic growth slows in the second half of 2008 and in 2009, owing to weakness in the U.S. economy, ongoing financial market turbulence, sharply higher commodity prices, and more restrictive monetary policy in a number of overseas economies. With inflation at uncomfortably high levels in emerging markets, growth should be dampened by tighter monetary conditions—as monetary authorities raise policy rates and reserve requirements, and real exchange rates appreciate (Table 1).

The outlook for the U.S. economy is similar to that in the April *Report*. However, the average annual growth rates for 2008 and 2009 differ because of a stronger starting point in the first half of 2008 and weaker growth through the rest of the year. The stronger first half reflects the boost to retail sales coming from the early arrival of the temporary fiscal stimulus. Going forward, continuing turbulence in financial markets, the ongoing correction in the housing market, and significantly higher energy prices lead to weaker consumption and investment. Purchases of durables, especially automobiles, are expected to be most affected. Growth in the economy begins to recover in 2009, led by net exports and firming domestic demand growth, as credit conditions improve, the housing market stabilizes, and the effect of past monetary policy easing gathers strength. Annual U.S. growth is now expected to average 1.6 per cent in 2008, 1.5 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010. Core inflation is expected to be about 2.0 per cent throughout the projection horizon.

**Table 1**
**Projection for Global Economic Growth**

| | Share of real global GDP[a] (per cent) | Expected growth (per cent)[b] | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | Projection | | |
| | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
| United States | 22 | 2.2 *(2.2)* | 1.6 *(1.0)* | 1.5 *(1.7)* | 3.3 *(3.4)* |
| European Union | 20 | 2.7 *(2.7)* | 1.7 *(1.3)* | 1.5 *(1.6)* | 2.3 *(2.2)* |
| Japan | 7 | 2.0 *(2.0)* | 1.7 *(1.4)* | 1.5 *(1.6)* | 1.7 *(1.8)* |
| China and Asian NIEs[c] | 14 | 10.2 *(10.2)* | 8.9 *(8.4)* | 7.6 *(7.2)* | 7.4 *(7.3)* |
| Others | 37 | 6.3 *(6.3)* | 5.4 *(5.2)* | 4.6 *(4.6)* | 5.5 *(5.5)* |
| World | 100 | 4.9 *(4.9)* | 4.1 *(3.7)* | 3.4 *(3.5)* | 4.4 *(4.4)* |

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, WEO Update, January 2008.
b. Numbers in parentheses are projections from the April 2008 *Monetary Policy Report*.
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.
Source: Bank of Canada

## *The Canadian Outlook*

Against this global backdrop and with the inventory adjustment completed, real GDP growth in Canada is projected to pick up in the second half of 2008, and to rise above 3.0 per cent from mid-2009 to the end of 2010. Compared with the April *Report*, average annual growth is projected to be slightly lower this year, owing to the weakness in the first quarter, while projected growth for 2009 and 2010 is essentially unchanged (Table 2).

Final domestic demand is projected to be the key driver of economic growth in Canada over the projection horizon. Recent increases in global commodity prices lead to higher wages and salaries, higher government revenues, higher corporate profits and equity valuations, and stronger investment growth, particularly in the energy sector. Net exports exert a significant drag on growth through the rest of 2008, but this drag diminishes through 2009 and 2010 as the U.S. economy gradually recovers.

Given this growth profile, excess supply in the Canadian economy is projected to increase further through late 2008, but to gradually dissipate with the acceleration in aggregate demand. The economy is thus projected to return to balance around mid-2010.

Total CPI inflation for the remainder of 2008 is expected to be sharply higher than projected in the last *Report*, chiefly because of much higher prices for crude oil (Table 3). With the price of crude oil assumed to

**Table 2**
**Contributions to Average Annual Growth of Real Canadian GDP[a]**
Percentage points

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---|---|---|---|---|
| Consumption | 2.5 *(2.6)* | 2.1 *(2.5)* | 2.3 *(2.3)* | 2.4 *(2.3)* |
| Housing | 0.2 *(0.2)* | -0.1 *(0.1)* | -0.1 *(-0.1)* | -0.1 *(-0.1)* |
| Government | 0.9 *(0.8)* | 0.9 *(0.9)* | 0.7 *(0.6)* | 0.6 *(0.6)* |
| Business fixed investment | 0.5 *(0.6)* | 0.5 *(0.4)* | 0.5 *(0.4)* | 0.5 *(0.4)* |
| **Subtotal: Final domestic demand** | 4.1 *(4.2)* | 3.4 *(3.9)* | 3.4 *(3.2)* | 3.4 *(3.2)* |
| Exports | 0.4 *(0.4)* | -1.1 *(-1.3)* | 0 *(0.1)* | 1.2 *(1.2)* |
| Imports | -1.8 *(-1.9)* | -0.8 *(-1.1)* | -1.1 *(-0.9)* | -1.3 *(-1.1)* |
| **Subtotal: Net exports** | -1.4 *(-1.5)* | -1.9 *(-2.4)* | -1.1 *(-0.8)* | -0.1 *(0.1)* |
| Inventories | 0 *(0)* | -0.5 *(-0.1)* | 0 *(0)* | 0 *(0)* |
| **Real GDP** | 2.7 *(2.7)* | 1.0 *(1.4)* | 2.3 *(2.4)* | 3.3 *(3.3)* |
| **Memorandum Item:** | | | | |
| **Real GDI[b]** | 3.7 | 4.0 | 4.4 | 3.3 |

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*.
b. Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

**Table 3**
**Summary of the Base-Case Projection[a]**

| | 2008 | | | | 2009 | | 2010 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | H1 | H2 | |
| Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)[b] | **-0.3** *(1.0)* | **0.8** *(0.3)* | **1.3** *(1.6)* | **1.8** *(2.0)* | **2.8** *(2.7)* | **3.2** *(3.3)* | **3.4** *(3.4)* |
| Real GDP (year-over-year percentage change) | **1.7** *(2.1)* | **0.9** *(1.3)* | **0.6** *(0.9)* | **0.9** *(1.2)* | **1.9** *(1.9)* | **2.8** *(2.8)* | **3.3** *(3.3)* |
| Core inflation (year-over-year percentage change) | **1.4** *(1.4)* | **1.5** *(1.3)* | **1.5** *(1.3)* | **1.8** *(1.7)* | **1.9** *(1.7)* | **2.0** *(1.8)* | **2.0** *(2.0)* |
| Total CPI (year-over-year percentage change) | **1.8** *(1.8)* | **2.2** *(1.7)* | **3.8** *(1.9)* | **4.1** *(1.9)* | **3.6**[c] *(1.8)* | **2.0** *(1.8)* | **2.0** *(2.0)* |
| Total CPI (excluding effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change) | **2.4** *(2.4)* | **2.8** *(2.2)* | **4.4** *(2.4)* | **4.7** *(2.4)* | **3.6** *(1.8)* | **2.0** *(1.8)* | **2.0** *(2.0)* |
| WTI[d] (level) | **98** *(98)* | **124** *(111)* | **141** *(110)* | **142** *(108)* | **143** *(106)* | **142** *(104)* | **141** *(102)* |

a. Figures in parentheses are from the April *Monetary Policy Report*.
b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
c. In the first half of 2009, total CPI inflation is projected to be 4.3 per cent in the first quarter and 2.9 per cent in the second quarter.
d. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 11 July 2008.

stabilize near its current level, core inflation well contained, and inflation expectations well anchored, the 12-month change in the total CPI is expected to converge to the core rate in the second half of 2009 at the 2 per cent target.

The core rate of inflation is projected to remain at about 1.5 per cent through the third quarter of 2008. With the earlier price-level adjustments of automobiles starting to fall out of the year-over-year calculation, the core rate should increase to 1.8 per cent in the fourth quarter of this year. Downward pressure on core inflation from excess supply is expected to keep the core rate of inflation below 2.0 per cent through the first half of 2009 as the deceleration in the growth of housing prices largely offsets the expected acceleration of food prices. With the amount of excess supply diminishing and with some upward pressure from increases in labour and energy costs, the core rate is expected to move up to 2.0 per cent in the second half of 2009 and stay there over the projection horizon.

In this base-case projection, the momentum in domestic demand arising from improvements in the terms of trade, the normalization of credit conditions

through 2009, and the gradual recovery of the U.S. economy, act to bring the economy back to potential around mid-2010.

### *Risks to the Outlook*

The three major developments affecting the Canadian economy pose significant upside and downside risks to the Bank's base-case projection.

On the upside, domestic demand could be greater than projected, given the strength in Canada's terms of trade and the momentum of household credit growth. In addition, potential output growth could be lower than assumed, given the ongoing weakness in labour productivity associated in part with the reallocation of resources across sectors. Global inflationary pressures could also lead to higher-than-projected import costs for Canada.

On the downside, commodity prices could be weaker than assumed. Growth in the United States could also be weaker than expected, particularly in those sectors that are most relevant for Canadian exports. In addition, continued strains in global financial markets could have a greater-than-projected impact on global growth and on the cost and availability of credit in Canada.

Weighing the implication of these considerations, the Bank views the risks to its base-case projection for inflation as balanced.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at: <http://www.bankofcanada.ca>.

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: 1 877 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

ISSN: 1495-947X